

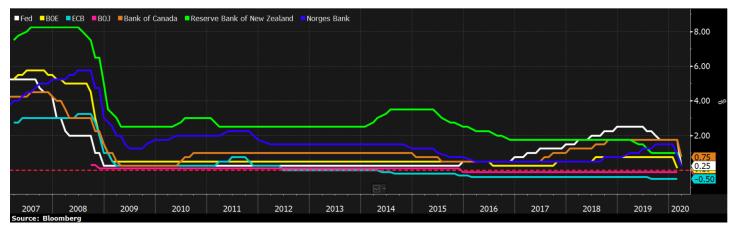
Estimados lectores y clientes,

Nuestro primer pensamiento al escribir esta Newsletter es para desear que ustedes y sus seres queridos se encuentren sanos y protegidos. Queremos transmitir nuestra disponibilidad, a pesar de las dificultades, para asesorarles y ayudarles en las circunstancias excepcionales que estamos obligados a sufrir. No duden en ponerse en contacto con nosotros; gracias a los medios tecnológicos que hemos implementado estaremos disponibles en todo momento.

I - Macroeconomía.

La expansión de Coronavirus llegó a Europa y Estados Unidos a principios de marzo, causando una explosión en el número de los casos y de muertes. Para frenar la propagación de la epidemia, los gobiernos han decidido optar por la contención total o semitotal de los países afectados, dejando abiertas las instituciones sanitarias y las necesidades básicas. Por lo tanto, es un cierre económico global que nuestro mundo está experimentando, estamos entrando en lo desconocido en términos de consecuencias sociales y económicas a medio plazo.

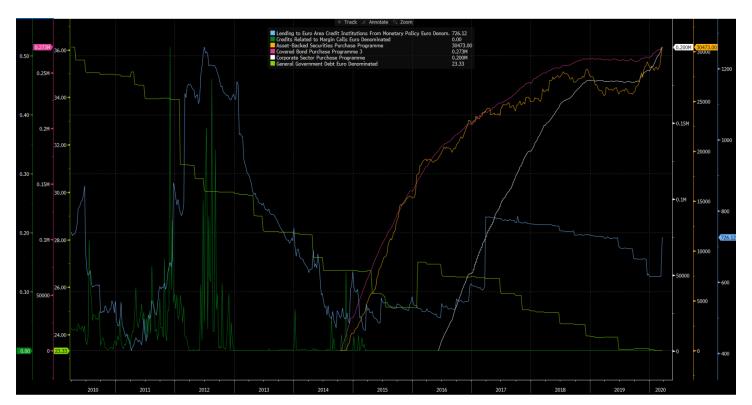
Para compensar el deterioro del sentimiento general de los inversores, los bancos centrales han decidido sacar la artillería pesada, 5 billones de dólares en Europa y 2,5 billones de dólares en los Estados Unidos para reiniciar el motor de la economía mundial que ha abruptamente estancado a principios de marzo.



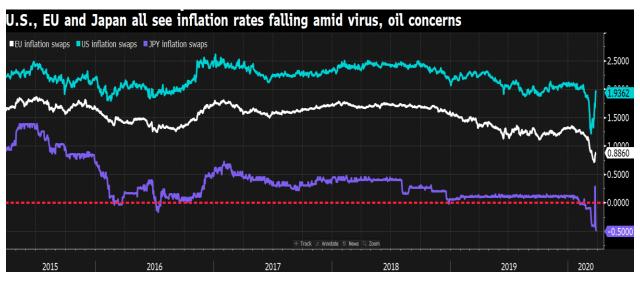




Por parte del BCE, el programa de compra de Bonos Garantizados y de Empresas vuelve a aumentar después de un receso de 2 años, así como el crédito a las instituciones. Todo parece estar convergiendo en niveles hasta ahora desconocidos.

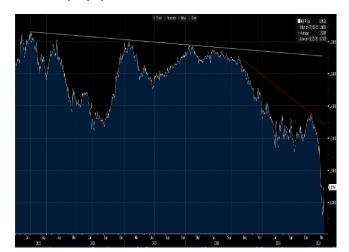


Este nuevo entorno es un cambio que se reflejará en muchos niveles, en primer lugar las expectativas de inflación se revisan a la baja.





EUR Swap 5y5y Inflación



US Swap 5y5y Inflación

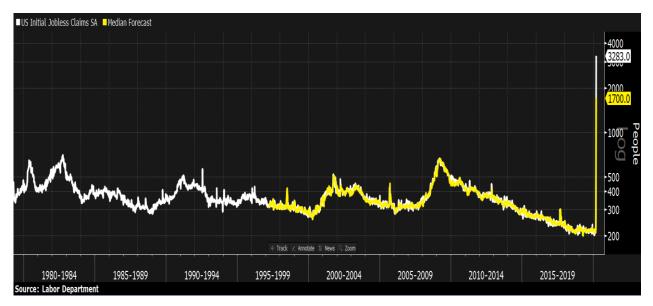


La caída de las expectativas de inflación en Europa es mucho más brutal que en los Estados Unidos.

Pero la gran pregunta es: ¿podemos mantener una economía a flote con empresas que están paradas?

Si pones gasolina en un depósito que ya no está conectado al motor, parece complicado reencenderlo.

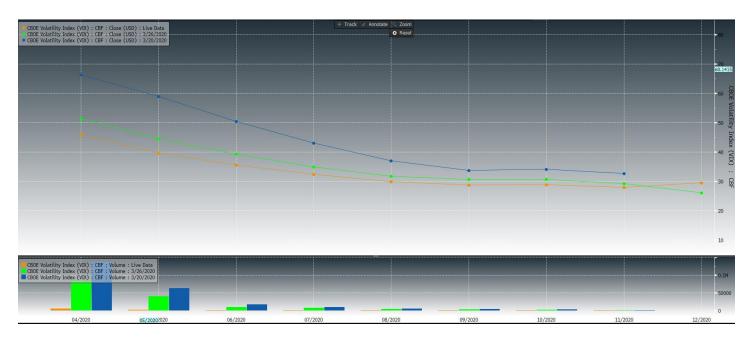
Además, todas las empresas se ven obligadas a dejar a sus empleados sin trabajo, ya que ellos mismos están confinados. Las estadísticas de empleo **resultantes** en Estados Unidos son simplemente increíbles, como se muestra en el siguiente gráfico. Históricamente nunca habíamos visto una cifra de empleo así.



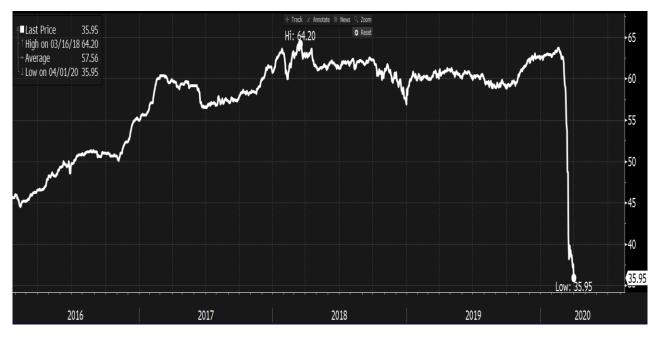
Esperamos una laboriosa recuperación de las economías europeas, con tal vez una recuperación a mediados de la segunda mitad del año. Estados Unidos podría comenzar un poco más rápido, pero el nivel de deuda del país podría empezar a preocupar a las agencias de calificación. De hecho, los niveles actuales de déficit podrían empujar a estas últimas a reducir las calificaciones de la deuda estadounidense bajándolas de AAA.



La volatilidad se mantiene en un nivel bastante alto, lo cual refleja claramente un shock de incertidumbre y la falta de información que los datos actuales pueden proporcionarnos. La parte media y larga se eleva más rápidamente que la parte "front-end". Como resultado, esto puede significar que las complicaciones económicas y la presencia del COV-19 podrían durar mucho más de lo esperado.



Lo que también refuerza nuestro escenario de recuperación en forma de U es que los dividendos futuros para diciembre de 2021 se han reducido casi a la mitad como se muestra en el gráfico siguiente:



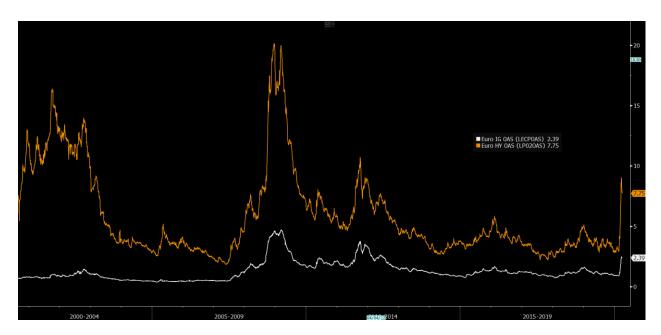


Creemos que el mercado de acciones puede seguir "sonado" como los boxeadores por este difícil aterrizaje de la economía. Es probable que su recuperación dure **al menos seis meses.** Este shock cambiará la percepción del riesgo de los inversores que ya no estarán allí para apoyar los rebotes a corto plazo.

II - Renta Fija

Mientras que los ajustes en la categoría High-Yield se van haciendo en Europa y Estados Unidos, el Investment Grade podría haber tocado el máximo de su separación de spread. En efecto, **según Goldman Sachs**, lo peor podría haber quedado detrás de nosotros en la parte de Investment Grade, justificando esta afirmación por la intervención de la Fed que inyectó al sistema una masa de liquidez estratosférica.

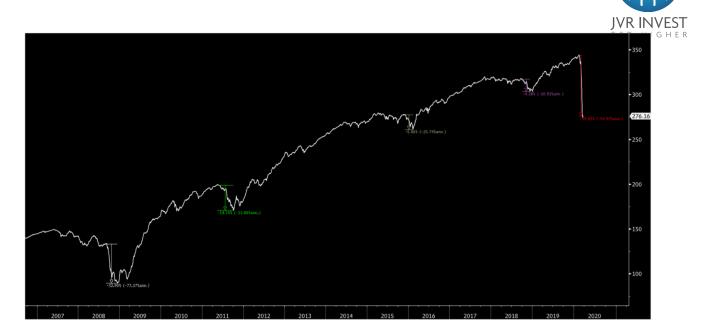
Por el contrario, el deterioro y el debilitamiento de las cifras de las empresas del compartimento de alto rendimiento deberían provocar una nueva oleada de bajada de precios. Es probable que los quiebrasfuturas en algunos sectores debilitados por la crisis del coronavirus participen activamente en esta nueva ola de "repricing".



EUR IG y HY Index OAS (Source: Bloomberg)

Como muestra el gráfico anterior, podemos esperar un mayor crecimiento del rendimiento para la categoría de alto rendimiento. Se espera que el fuerte deterioro de los PMI europeos empuje el índice hacia el umbral psicológico del 10 %, nivel que no había tocado desde octubre de 2011.

La prima del Investment Grade parece estar en su punto más alto porque se beneficia directamente de los planes de acción puestos en marcha por el Banco Central Europeo. Si un nuevo choque creara un impulso de venta, el nivel máximo podría ser de alrededor del 3% al 3,5% (nivel de 2011).



El eur HY Total Return Index sufrió su mayor caída en el espacio de unas pocas semanas. Esta es su caída más rápida en su historia y tal vez la segunda más grande en términos de amplitud.

III- Energía

Con una sesión de baja del precio por debajo de **los 20 dólares,** el índice de precios del petróleo de referencia ha retrocedido al mínimo desde hace **18 años.** Además de la crisis de demanda natural impuesta por Coronavirus en todo el mundo, una guerra de precios entre Rusia y Arabia Saudita se inició al mismo tiempo. De hecho, Rusia desde 2016 siempre ha alineado su producción con otros socios productores para ayudar a estabilizar los precios. Pero la última reunión que tuvo lugar en marzo de 2020 fue el escenario de marcadas diferencias. Arabia Saudita propuso una nueva caída de la producción para frenar la caída de los precios, pero Rusia se negó rotundamente, argumentando que prefería mantener los precios bajos para aumentar su cuota de mercado.

Este comportamiento puede ser visto como una venganza contra los estadounidenses porque de hecho Rusia ha sido muy buen "alumno" durante los últimos cuatro años. Pero lo que no aceptó fue que los Estados Unidos se negaran a alinear su producción al mismo tiempo. Como resultado, esta acción de rechazo se puede considerar una "venganza", con la esperanza de eliminar permanentemente la producción de Shale Oil americana, que, recordemos, necesita un precio promedio de \$52 para comenzar a generar \$1 en ganancia.

Arabia Saudita, que luchaba por la caída de la demanda mundial en el primer trimestre, también decidió cambiar el rumbo y comenzó a aumentar su producción muy rápidamente inundando el mercado con un exceso de oro negro.

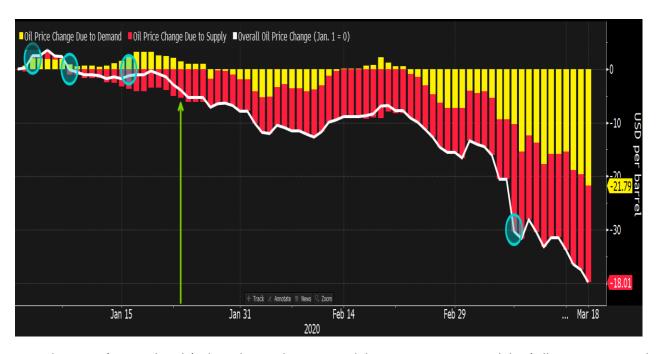
La consecuencia inmediata es una caída continua de los índices en niveles que no se habían visto en 18 años. La caída creó tal distorsión que la propagación "7meses-1 mes" superó el nivel de 2008, reflejando un nivel histórico de contango.





Spread 7 mois – 1 mois (Source : Bloomberg)

Esta sucesión de shocks tuvo un precedente porque el nivel de cierre a finales de 2019 ya reflejaba una debilidad en la demanda global y, por lo tanto, una desaceleración general de la actividad global. Si miramos de cerca el gráfico de abajo notamos que la primera oleada de corrección se debe principalmente a la caída de la demanda.



Creemos que la situación actual podría durar hasta el comienzo del verano, pero que se debería llegar a un acuerdo entre Rusia y Arabia Saudita antes de entonces. La situación actual afecta a todas las empresas Upstream/Downstream. A pesar de que las empresas principales pueden encajar en esta configuración reduciendo drásticamente su Capex, dadas las consecuencias económicas para algunos países, pensamos que el petróleo debería recuperarse rápidamente en un área más cómoda alrededor de \$30/\$35 inicialmente.



Desde el punto de vista del análisis técnico, el petróleo forma parte de una tendencia a la baja a largo plazo. Esta fase de liquidación podría indicar el final de esta tendencia bajista. Todos los indicadores estrechos se mueven dentro de su zona de sobreventa, lo que refleja la presión a la baja en el índice.

En 2015, cuando el oro negro se había acercado al umbral de \$30 antes de recuperarse se limitó a un retroceso del 23,6%. Decimos que en la situación actual el rebote podría ser similar con un objetivo de \$31.



CL semanal (crudo ligero)



4 - Forex

Las acciones combinadas de los bancos centrales han acosado tanto al USDJPY y al EURUSD. Uno puede incluso preguntarse si esta avalancha de liquidez no es una guerra de monedas encubiertas. Hay que decir que el repunte de la semana pasada se debió simplemente a las monstruosas líneas de swap que la Fed ha puesto en marcha para inundar el mercado de liquidez y restaurar la circulación en el mercado de crédito.

En el mensual, el canal descendente siempre está activo y sirve como un punto de referencia para que los traders vendan EUR cuando se aprecia. El punto de inflexión a largo plazo es la resistencia hacia abajo del canal a 1.17. Los indicadores permanecen por el momento bastante neutrales, lo que requiere una pausa temporal en el cruce de monedas.

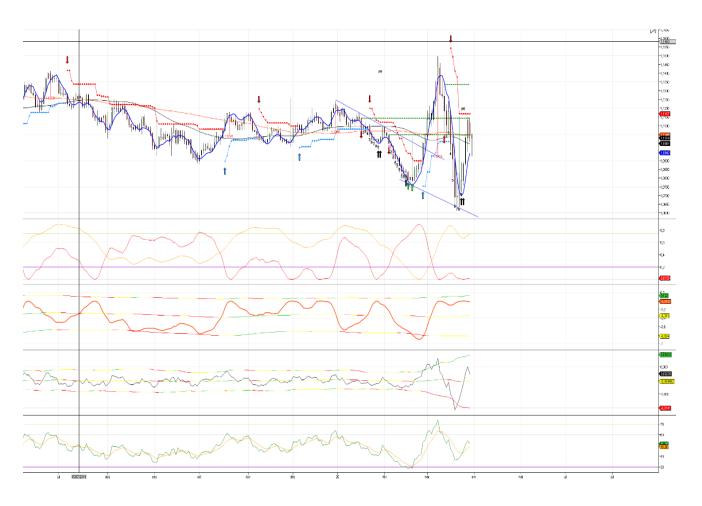


Datos mensuales de EURUSD

En el intercambio diario después del movimiento violento de 1.0775/1.1495 y luego el retorno a 1.0636 (Nuevo bajo), uno puede esperar que a corto plazo esto reducirá un poco la volatilidad. Somos **neutrales/bajistas** con el euro. La moneda del viejo continente no debería bajar por debajo de 1.05/1.06 frente a dólares a corto plazo, ya que los recortes de tasas y las inyecciones de liquidez en ambos lados del mundo ajustan los diferenciales de tipos. Sólo un mayor deterioro del entorno económico en Europa podría aumentar la liberación de dinero.



Sólo el cruce claro del 1.1160 permitiría al euro beneficiarse de compras para eliminar el riesgo de posiciones cortas.



Datos diarios de EURUSD



Nuestra asignación táctica para la primera parte de 2020 cambia:

Clase de activos	Negativo	Neutral	Positivo
Acciones EE.UU.		KEEP CALM AND AND BE LIKE A TURTLE	
Acciones Europa			
Acciones Emergentes		KEEP CALM AND AND BE LIKE A TURTLE	
Bonos		KEEP CALM AND AND BE LIKE A TURTLE	
Oro			
Petróleo			
Real Estate		KEEP CALM (a) AND (a) BE LIKE A TURTLE	